

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA (2019-2021)

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española, en comparación con las publicadas el pasado 7 de junio¹. En particular, las proyecciones actuales tienen en cuenta los cambios en los supuestos técnicos derivados de la nueva información disponible entre ambos ejercicios (véase cuadro 1)² y los datos más recientes de la Contabilidad Nacional. Estos últimos recogen una revisión de las series históricas, por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE), para el período 1995-2018

y, además, resultados preliminares para las series trimestrales hasta el segundo trimestre (véase recuadro 8). Esta reciente revisión de las series de Contabilidad Nacional dificulta considerablemente la comparación con las proyecciones de junio³.

Las actuales proyecciones apuntan a una prolongación de la fase expansiva de la economía española a lo largo del período 2019-2021 (véase cuadro 2). El crecimiento seguirá apoyándose en el tono acomodaticio de la política monetaria, reforzado tras las medidas adoptadas por el

Cuadro 1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

| | 2018 | Proyecciones de septiembre de 2019 | | | Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2019 (b) | | |
|--|-------|------------------------------------|-------|-------|---|-------|-------|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Entorno internacional | | | | | | | |
| Producto mundial | 3,6 | 2,8 | 3,2 | 3,3 | -0,2 | -0,2 | -0,1 |
| Mercados de exportación de España | 3,0 | 1,9 | 2,5 | 3,0 | -0,7 | -0,5 | -0,2 |
| Precio del petróleo en dólares/barril (nivel) | 71,1 | 64,0 | 60,0 | 57,9 | -4,1 | -5,8 | -4,8 |
| Condiciones monetarias y financieras | | | | | | | |
| Tipo de cambio dólar/euro (nivel) | 1,18 | 1,12 | 1,10 | 1,10 | -0,01 | -0,02 | -0,02 |
| Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales) | 121,5 | 116,4 | 115,1 | 115,1 | -0,3 | -1,1 | -1,1 |
| Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d) | -0,3 | -0,4 | -0,5 | -0,5 | 0,0 | -0,2 | -0,3 |
| Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d) | 1,4 | 0,6 | 0,4 | 0,6 | -0,5 | -0,9 | -1,0 |

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 17 de septiembre de 2019. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- d Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2019.**
- 2 Las proyecciones de junio de 2019 descansaban sobre la información disponible el 15 de mayo para las variables sobre las que se condiciona la previsión. En el ejercicio actual, la fecha de cierre es el 17 de septiembre, excepto para los datos referidos a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que se han tomado de las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2019**, que emplean información hasta el 19 de agosto.
- 3 Una dificultad añadida viene dada por el hecho de que no se hayan publicado todavía las cuentas de los sectores coherentes con la Contabilidad Nacional anual y con los resultados trimestrales preliminares.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA (2019-2021) (cont.)

Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) en su última reunión, la favorable situación patrimonial del conjunto de empresas y familias (si bien algunos grupos de agentes se encuentran todavía en una situación comparativamente más vulnerable), y el supuesto de que, tras su debilitamiento reciente, los mercados de exportación tenderán a recuperarse gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Como resultado de todo ello, se espera que el ritmo de avance de la economía continúe permitiendo reabsorber el todavía elevado volumen de desempleo.

No obstante, el dinamismo de la actividad tenderá a moderarse a lo largo del horizonte de proyección. En términos de las tasas medias anuales, tras crecer un 2,4 % en 2018, el avance medio del producto interior bruto (PIB) se situaría en el 2 % en 2019 y en el 1,7 % y el 1,6 % en cada uno de los dos años siguientes. Este perfil de

desaceleración responde, en parte, a la pérdida de vigor de la demanda interna que revelan los últimos datos de la Contabilidad Nacional y, en parte, a la información coyuntural más reciente, que apunta a un debilitamiento de la actividad en los meses de verano. En su conjunto, toda esta nueva información revela que el deterioro del entorno exterior y las incertidumbres procedentes del resto del mundo —y, posiblemente también, otras de carácter interno— estarían ejerciendo un efecto moderador del nivel de gasto de empresas y familias. Este contexto de mayor incertidumbre seguiría pesando sobre las decisiones de gasto de los agentes, particularmente en el corto plazo, lo que se traduciría en unos ritmos de avance de la actividad más moderados que los registrados en los últimos años.

En comparación con las proyecciones de junio, cabe destacar tres supuestos sobre los que se condicionan las

Cuadro 2

PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

| | 2018 | Proyecciones de septiembre de 2019 | | | Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2019 | | |
|--|------|------------------------------------|------|------|---|------|------|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| PIB | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 1,6 | -0,4 | -0,2 | -0,1 |
| Consumo privado | 1,8 | 1,0 | 1,3 | 1,4 | -0,8 | -0,4 | -0,1 |
| Consumo público | 1,9 | 1,8 | 1,3 | 1,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Formación bruta de capital fijo | 5,3 | 2,3 | 3,4 | 2,6 | -1,9 | -0,5 | -0,3 |
| Inversión en equipo, intangibles y resto (b) | 4,1 | 2,3 | 2,9 | 2,3 | -1,4 | -0,6 | -0,3 |
| Inversión en construcción | 6,6 | 2,3 | 3,9 | 2,9 | -2,3 | -0,4 | -0,3 |
| Exportación de bienes y servicios | 2,2 | 2,2 | 3,0 | 3,3 | 0,6 | -0,2 | -0,2 |
| Importación de bienes y servicios | 3,3 | 0,5 | 3,2 | 3,4 | -0,9 | -0,6 | -0,2 |
| Demanda nacional (contribución al crecimiento) | 2,7 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | -0,9 | -0,4 | -0,2 |
| Demanda exterior neta (contribución al crecimiento) | -0,3 | 0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,0 |
| Índice armonizado de precios de consumo (IAPC) | 1,7 | 0,8 | 1,1 | 1,5 | -0,3 | -0,2 | 0,0 |
| Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,6 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Empleo (puestos de trabajo equivalente) | 2,5 | 1,8 | 1,3 | 1,5 | -0,2 | -0,2 | -0,1 |
| Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período | 14,4 | 14,1 | 13,2 | 12,8 | 0,2 | 0,8 | 1,0 |
| Tasa de paro (% de la población activa). Media anual | 15,3 | 14,1 | 13,6 | 13,0 | 0,2 | 0,6 | 0,9 |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB) | -2,5 | -2,4 | -1,8 | -1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2019.

a Fecha de cierre de las predicciones: 17 de septiembre de 2019.

b Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

previsiones en los que se producen cambios significativos. En primer lugar, el dinamismo previsto de los mercados de exportación de España es ahora menor que hace tres meses, especialmente en 2019 y en 2020, como resultado del menor avance proyectado tanto para el área del euro como, sobre todo, para las economías de fuera de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase cuadro 1). El crecimiento acumulado de los mercados exteriores en el conjunto del horizonte temporal considerado se revisa a la baja en 1,4 puntos porcentuales (pp). Frente al impacto negativo sobre la actividad que se desprende de esta revisión, otros dos cambios operan en la dirección opuesta. En particular, se observa una notable revisión a la baja del precio del petróleo, lo que favorece el crecimiento de las rentas reales de los agentes privados. Asimismo, las sendas de los tipos de interés del mercado interbancario y de la rentabilidad de la deuda pública son ahora considerablemente inferiores a las anticipadas hace tres meses, lo que se traduce en menores costes de financiación para el conjunto de la economía. Esta revisión de los tipos de interés esperados por los mercados financieros se explica por la concurrencia de dos factores principales, que incluyen los datos más recientes de evolución de la actividad y la inflación en la UEM —más desfavorables de lo anticipado hace tres meses—, y la relajación de la política monetaria en Estados Unidos y las nuevas medidas de estímulo monetario adoptadas hace unas semanas por el Consejo de Gobierno del BCE⁴.

Los supuestos relativos a la política fiscal en el horizonte de proyección presentan cambios poco significativos con respecto al ejercicio de proyecciones de junio. Como en aquel momento, las previsiones sobre la política fiscal incorporan la prórroga para 2019 de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (PGE) de 2018, las medidas aprobadas por el Congreso antes de las elecciones generales de abril⁵, los presupuestos de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales aprobados para este año, así como la información

disponible sobre ejecución presupuestaria. En cuanto a los supuestos para el resto del horizonte temporal considerado, la próxima convocatoria de elecciones generales prácticamente imposibilita la presentación durante 2019 del proyecto de PGE para el ejercicio 2020. Además, a fecha de cierre de las proyecciones no se dispone aún de las nuevas series de Contabilidad Nacional relativas al sector de Administraciones Públicas (AAPP), que se publicarán el 30 de septiembre. Por lo tanto, las proyecciones toman como punto de partida los datos de 2018 dados a conocer anteriormente.

En este contexto, a la hora de proyectar las sendas esperadas de algunas rúbricas presupuestarias en el período 2020-2021 se ha recurrido, como en las previsiones de junio, al uso de determinados supuestos técnicos. En primer lugar, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras de bienes y servicios o la inversión pública— evolucionarán en consonancia con el crecimiento potencial de la economía española. En segundo lugar, se considera que la trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas adicionales, por sus determinantes habituales. En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen fundamentalmente del contexto macroeconómico. Para las partidas menos discrecionales de gasto se han realizado supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada, junto con los incrementos acordados para 2018-2019, por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y por el envejecimiento de la población—, en prestaciones por desempleo —cuya evolución depende, principalmente, de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—. En particular, esta última partida experimenta una revisión a la baja como consecuencia de la evolución observada de los tipos de

4 Véase la sección 3.2 del texto principal para una descripción detallada de las medidas adoptadas.

5 Entre estas medidas, que ya se incluyeron en las proyecciones de marzo y de junio, cabe destacar por su magnitud, por el lado del gasto: i) la revalorización de las pensiones en 2019 en línea con el IPC previsto; ii) el aumento de los salarios públicos; iii) la ampliación progresiva de la baja de paternidad a 8 semanas este año, y a 12 y a 16, respectivamente, en cada uno de los dos siguientes, y iv) la reintroducción del subsidio de desempleo para los mayores de 52 años. Por lo que se refiere a los ingresos, las proyecciones incluyen las elevaciones de las bases de cotización mínimas —por el aumento del salario mínimo interprofesional (SMI)— y máximas (en un 7 %), así como de las tarifas de los trabajadores autónomos.

interés de mercado en comparación con las proyecciones anteriores. De acuerdo con estos supuestos, el tono de la política fiscal sería expansivo en 2019 y aproximadamente neutral en los dos años siguientes⁶.

Los cambios en los supuestos sobre los que se condiciona la previsión tienen, en conjunto, un impacto neutral sobre el crecimiento del PIB a lo largo del horizonte de proyección. En concreto, la incidencia negativa del deterioro de los mercados exteriores sobre la actividad se ve compensada por el efecto positivo de los costes de financiación más reducidos y de los menores precios del petróleo. No obstante, la información más reciente disponible desde junio conduce a una revisión a la baja de las tasas de crecimiento del PIB previstas a lo largo del horizonte de proyección en comparación con las publicadas entonces. Esto es consecuencia de dos tipos de factores. Por un lado, las series revisadas de la Contabilidad Nacional indican que la resistencia de la economía española al contexto de mayor incertidumbre global que comenzó a asentarse gradualmente a lo largo del año pasado habría sido menor de lo que se estimaba hace tres meses. En concreto, los nuevos datos recogen un perfil de desaceleración de la actividad (y, en particular, de la demanda interna) más pronunciado que el que mostraban las series anteriores. En segundo lugar, el aumento de la incertidumbre global en los meses de verano y el empeoramiento del contexto exterior (cuya recuperación se pospondría varios trimestres) habrían llevado a revisar a la baja el crecimiento anticipado para el segundo semestre del año y, de forma más modesta, para el resto del horizonte de previsión. Como resultado de todo ello, la proyección de crecimiento del PIB en 2019 se ha revisado a la baja en cuatro décimas, con contribuciones aproximadamente de igual magnitud de la revisión de datos de Contabilidad Nacional y de la evolución económica menos favorable desde la pasada primavera y sus efectos sobre las perspectivas de corto plazo. En 2020 y 2021, las revisiones a la baja ascienden, respectivamente, a dos y a una décimas.

La senda de crecimiento proyectada para el PIB se sustenta sobre una contribución positiva de la demanda interna más reducida que en el pasado reciente. El signo de la revisión del ritmo de avance de los principales

componentes de la demanda interna es asimismo negativo, lo que, en gran parte, viene motivado por su moderación reciente. Así, los datos más recientes recogen una desaceleración del gasto en bienes y servicios de consumo. Esta pérdida de vigor podría guardar relación con el repunte de la incertidumbre. A futuro, se estima que el avance del consumo se vea respaldado por la evolución del mercado de trabajo, que continuaría siendo favorable (si bien acusaría el impacto de la reciente desaceleración), y por la persistencia de condiciones de financiación favorables. En comparación con las previsiones de junio, la senda proyectada de la evolución del consumo privado es revisada a la baja como consecuencia de la incorporación de la información más reciente, en lo referente tanto a las nuevas series históricas como al comportamiento reciente menos expansivo del mercado laboral.

Por lo que respecta a los componentes de la formación bruta de capital fijo, la inversión tanto residencial como empresarial mostraría a lo largo del horizonte de proyección un vigor más contenido que el observado en los últimos años, en un contexto de mayor incertidumbre, de menores necesidades de ampliación de la capacidad instalada y de moderación del crecimiento en el mercado inmobiliario tras los años de recuperación. En términos de los avances medios anuales, el crecimiento de ambos agregados sería inferior al anticipado en junio en los tres años del horizonte analizado. La revisión es especialmente marcada en 2019, y responde en gran medida a la incorporación de los datos de los últimos trimestres, publicados recientemente por el INE.

La revisión al alza del crecimiento medio de las exportaciones en 2019 se debe a la incorporación de las nuevas series de datos, ya que, en sentido contrario, el contexto de mayor incertidumbre y el empeoramiento del comportamiento esperado de los mercados de exportación conllevan que el vigor previsto de las ventas al exterior en los próximos trimestres sea inferior al anticipado hace tres meses. Este deterioro del contexto exterior explica la revisión a la baja del crecimiento esperado de las exportaciones en el resto del horizonte de proyección. Asimismo, el avance previsto de las importaciones a lo largo del horizonte de proyección es

⁶ En 2018 y 2019 se contabiliza una serie de medidas de carácter transitorio (como los costes de las autopistas en quiebra, de los esquemas de protección de activos y activos fiscales diferidos de la banca y de la sentencia sobre la exención en el IRPF de la prestación de maternidad y paternidad), con un impacto al alza sobre el déficit público del 0,4 % y del 0,3 % del PIB, respectivamente.

ahora más moderado que en junio. Esto es reflejo, por un lado, de la atonía que muestran los datos de los últimos trimestres para esta partida y, por otro, de la menor pujanza de la demanda final que se anticipa a futuro.

La moderación del crecimiento del producto que se anticipa a lo largo del horizonte de proyección se traducirá en una disminución paulatina del ritmo de creación de puestos de trabajo, como ya se viene observando en los indicadores más recientes de empleo. En todo caso, el incremento de la ocupación permitirá que continúen observándose reducciones adicionales de la tasa de desempleo, aunque de forma menos marcada de lo previsto en junio, lo que refleja también un avance más pronunciado de la población activa como resultado del proyectado mayor dinamismo poblacional, que es, a su vez, consecuencia de la incorporación de la información más reciente relativa a los flujos migratorios netos (véase recuadro 5). La tasa de paro disminuiría hasta situarse en el 12,8 % al final del horizonte de proyección, 1 pp por encima de la anticipada hace tres meses.

Se espera que la inflación, medida por la tasa de variación media anual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), presente un perfil creciente a lo largo del horizonte de proyección. Esto es resultado de la disminución del grado de holgura cíclica en el mercado de trabajo, como consecuencia de la prolongación de la expansión, lo que resultará en un repunte de los costes laborales unitarios. En esta dirección contribuirá asimismo la orientación expansiva de la política monetaria. Por el contrario, los supuestos del ejercicio de proyección implican una disminución en los próximos años de las presiones inflacionistas procedentes del exterior, como reflejo de la senda descendente de los precios del petróleo. A causa de todos estos efectos, el crecimiento del IAPC en términos de sus medias anuales repuntará gradualmente desde el 0,8 % en 2019 hasta situarse en el 1,5 % en 2021. Por su parte, el ritmo de avance de la inflación subyacente —medida por la tasa de variación del IAPC sin energía ni alimentos— se elevará a lo largo del horizonte de proyección, pasando de situarse en el 1,1 % en 2019 a alcanzar el 1,6 % en 2021.

Con las debidas cautelas que se derivan de la ausencia de series de déficit público coherentes con las nuevas cuentas nacionales, se estima que el saldo presupuestario de las AAPP en 2019 podría ser del -2,4 % del PIB. Esto supondría el mantenimiento del déficit previsto para 2019 en comparación con las proyecciones de junio, pues se considera que el impacto negativo del empeoramiento

cíclico sobre las cuentas públicas se verá compensado por el efecto de signo contrario del nivel más reducido de los tipos de interés, junto con los efectos adicionales que se derivan de algunas operaciones de naturaleza no recurrente y de la evolución más favorable de lo anticipado de la recaudación de algunas figuras impositivas.

Las proyecciones actuales de crecimiento del IAPC suponen una revisión a la baja de tres y de dos décimas en 2019 y en 2020, respectivamente. En parte, esta revisión responde a que en los meses más recientes la evolución de los precios energéticos y, en menor medida, la del resto de los bienes ha sido menos dinámica de lo que se anticipaba en el ejercicio de proyecciones anterior. Además, los niveles esperados del precio del crudo son ahora menores, y los avances de los precios no energéticos, más contenidos. Las previsiones se mantienen inalteradas para 2021, como resultado de dos efectos contrapuestos. Por un lado, el descenso del precio del crudo que anticipan los mercados de futuros se habría moderado con respecto al incorporado en el ejercicio de previsión de hace tres meses. Por otro, como ocurre en cada uno de los restantes años del horizonte de proyección, el componente subyacente se revisa a la baja en una décima, a resultados del tono más débil de la demanda y de la moderación de las expectativas de inflación.

Los riesgos para el escenario central de crecimiento de la actividad continúan orientados a la baja. En el ámbito externo, como se ha señalado, las perspectivas acerca del crecimiento en el corto plazo de los mercados de las exportaciones españolas han sido revisadas a la baja, en consonancia con los datos recientes referidos a la actividad mundial (y, en particular, al área del euro, principal socio comercial de España). Las hipótesis sobre el comportamiento futuro de esos mercados de exportación —procedentes del último ejercicio de previsión del personal técnico del BCE— asignan un carácter transitorio a esta evolución adversa reciente, que pasaría a revertir al inicio de 2020. Sin embargo, si el debilitamiento reciente de la actividad tuviese un carácter más persistente que el asumido en los supuestos, la evolución de la economía española sería menos favorable de lo contemplado en el escenario central. Otras fuentes de incertidumbre proceden de la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas y de la indefinición relativa al formato de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Por último, el reciente repunte del precio del petróleo tras los ataques sobre instalaciones productoras saudíes constituye un recordatorio de que las tensiones geopolíticas latentes

pueden dar lugar a recortes en la oferta de esta materia prima, con el consiguiente efecto negativo sobre la actividad. En el ámbito interno, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la orientación futura de las políticas económicas y de la adopción de medidas que permitan elevar la capacidad de resistencia de la economía española ante un eventual empeoramiento del contexto macrofinanciero global y aumentar su crecimiento potencial. En particular, se dispone de pocos detalles acerca de la política fiscal, en un contexto en el que el todavía elevado nivel de deuda pública hace que las finanzas públicas españolas sigan presentando elementos de vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones adversas.

Los riesgos de desviación de la inflación con respecto al escenario central se encuentran también orientados a la baja, como consecuencia de una hipotética materialización de los riesgos sobre la actividad anteriormente descritos. Sin embargo, alguno de ellos contiene también potenciales elementos inflacionistas. Este es el caso de las subidas de aranceles, que implican precios de importación más elevados en las distintas etapas de las cadenas globales de valor, por lo que pueden terminar afectando de forma indirecta a los precios de las compras que la economía española realiza en el exterior, y también de hipotéticas subidas de precios del petróleo como consecuencia de un aumento de determinadas tensiones geopolíticas.